

РАБОТА НА ЗАЕМНОМ КАПИТАЛЕ. ОПТИМУМ ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКИ КОМПАНИИ: ОТ ТЕОРЕТИЧЕСКИХ КОНЦЕПЦИЙ К ПРАКТИЧЕСКИМ МОДЕЛЬНЫМ ОБОСНОВАНИЯМ (ЧАСТЬ 1)

В первой части статьи изложены конкурирующие теории объяснения выгод работы на заемном капитале и нахождения оптимального соотношения собственных и используемых на постоянной основе платных заемных источников финансирования, а также принципы эмпирической проверки этих теорий. Показаны фиксируемые межстрановые и межотраслевые различия в выборе финансового рычага.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: заемный капитал, структура капитала, финансовый рычаг, теория иерархии источников финансирования, теория компромисса, информационная асимметрия



Теплова Тамара Викторовна — д. э. н., профессор кафедры фондового рынка и рынка инвестиций НИУ ВШЭ, руководитель магистерской программы «Финансовые рынки и финансовые институты» факультета экономики НИУ-ВШЭ, руководитель Лаборатории анализа финансовых рынков НИУ ВШЭ. Автор ряда научных публикаций, монографий и учебных пособий для вузов (г. Москва)

ВВЕДЕНИЕ

Работа на заемном капитале уже более 50 лет трактуется как новаторская экономическая идея, позволяющая обеспечить странам и отдельным компаниям быстрый рост и процветание. У этой идеи есть как сторонники (наглядно демонстрирующие преимущества долгового роста), так и противники, доказывающие слабость институциональных механизмов защиты от искусственного (не соответствующего потребностям и возможности возврата) раздувания долга, от схем сокрытия его истинного размера и риска для участников. Тем не менее классические учебники по теории финансов, финансовому менеджменту, корпоративным финансам доказывают выгоды работы на заемном капитале как с точки зрения возможностей роста, так и с точки зрения наращивания текущих (превышение ROE над ROC) и долгосрочных выгод (рост справедливой рыночной стоимости и рыночной капитализации, а также мультипликаторов типа P / E^1).

¹ При прочих равных, у компаний с более высоким финансовым рычагом мультипликатор P / E выше (а именно по этому показателю инвесторы часто принимают решения, сопоставляя компании). — *Здесь и далее прим. авт.*

В финансовой экономике (точнее, в корпоративных финансах) существуют целые классы теорий и моделей, объясняющих влияние финансового рычага на рыночную стоимость при различных предпосылках о степени развития финансового рынка² и поведении инвесторов. На сегодняшний день имеется возможность рассмотреть огромное количество эмпирических исследований, тестирующих эти модели и сопоставляющих выбор компаний (детерминанты выбора) с учетом страновой принадлежности (включенности в ту или иную финансовую и правовую систему, институциональной защиты участников) и отраслевых особенностей.

Все эмпирические исследования можно условно поделить на три группы:

1) тестирование концепций обоснования структуры капитала (Брэдли и соавторы [6], Раджан и Зингалес [34], Фама и Френч [13]), например, сопоставление теории иерархии источников финансирования и теории компромисса (Trade-off Theory);

2) выявление ключевых факторов (детерминант), определяющих выбор компаний и оптимальное с точки зрения максимизации рыночной оценки компании соотношение собственного и заемного капиталов (Бут и соавторы [5], Делькур [10])³;

3) выявление тех индикаторов финансового рычага, которые лучше объясняют различие финансовых показателей компаний (относительные оценки стоимости (MV / BV , $EV / EBITDA$), отдача по капиталу (ROE) и др.).

Концепция VBM (Value Based Management, концепция управления стоимостью) предусматривает поиск рычагов (драйверов) максимизации рыночной стоимости компании (как в наблюдаемых оценках — капитализации, так и в расчетных — через оценку обоснованной (в ряде литературных источников — «справедливой») рыночной стоимости), которая рассматривается как

корректный индикатор роста благосостояния ее акционеров, а также других заинтересованных групп (стейкхолдеров). Одним из ключевых инструментов достижения этой цели является управление структурой капитала фирмы, что предполагает поиск оптимального сочетания собственного и заемного капиталов и осуществление шагов по временному отходу от целевого уровня для решения насущных задач и получения краткосрочных выгод (не в ущерб долгосрочной эффективности).

В последние годы появилось много работ, рассматривающих влияние глобальных кризисов на выбор источников финансирования и обоснование целевой структуры капитала.

МЕЖСТРАНОВЫЕ И МЕЖОТРАСЛЕВЫЕ РАЗЛИЧИЯ В ДОЛГОВОЙ НАГРУЗКЕ

На выбор структуры капитала (а значит, на выгоды и недостатки работы на заемных средствах) оказывают влияние разные факторы: макроэкономические (процентные ставки, инфляция, валютные курсы), правовые и институциональные, отраслевые, специфические (например, отражающие специфические риски компании, связанные с финансовым положением, уровнем корпоративного управления). Недавний финансовый кризис вызвал новую волну исследований межстрановых различий. Калемни-Озкан и его коллеги [26], анализируя две выборки компаний (нефинансовые компании, а также инвестиционные и коммерческие банки), представляющих страны с развитыми и развивающимися рынками капитала, подтвердили ранее выявленные существенные различия в уровне долговой нагрузки в зависимости от страны. Более того, был сделан вывод, что во время кризиса межстрановые различия формирования структуры капитала компании усиливаются.

² Первой работой на русском языке, систематизирующей модели структуры капитала, стала монография Н.Б. Рудыка [1].

³ Заметим, что в большинстве работ, посвященных тестированию современных концепций формирования структуры капитала, полностью не находят подтверждения ни теория иерархии, ни теория компромисса, однако большая часть исследователей «голосует» за мотивы в рамках теории иерархии.

Можно предположить, что чем более развит фондовый рынок страны и инфраструктура для привлечения облигационных займов, чем доступнее кредиты и чем большей открытостью характеризуется экономика, тем проще фирмам привлекать заемный капитал и тем больше (при прочих равных условиях) уровень финансового рычага у компаний в рассматриваемой стране. Эмпирические исследования (Бут и соавторы [5], Миттон [32], Фан, Титман и Твайт [14]) это подтверждают. Чем выше ожидаемая инфляция в стране, тем меньше в структуре заемного капитала долгосрочного долга, поскольку высокий уровень инфляции ассоциируется с большим уровнем неопределенности будущего [14].

Влияние макроэкономических факторов не всегда так очевидно, что демонстрируют исследования Сидлаускина и Трэна [36] (выборка компаний Балтийского региона за период 2004–2007 гг.), Фана и его коллег (компании, представляющие 39 развитых и развивающихся рынков капитала, период с 1991 г. по 2006 г.), де Джонга и соавторов [9] (выборка компаний из 42 стран, период 1991–2001 гг.). Например, споры вызывает зависимость финансового рычага от экономического роста. С одной стороны, можно предположить, что компании в странах с быстро растущей экономикой больше нуждаются в инвестициях и вынуждены привлекать внешнее финансирование, в котором преобладают заемные источники как более дешевые [9]. Однако есть и другая точка зрения, когда констатируется обратная зависимость между ростом ВВП и уровнем долговой нагрузки компаний. Экономический рост позволяет компаниям работать с большей прибылью, что в свою очередь позволяет генерировать внутренние ресурсы для финансирования роста.

Еще один интересный аспект анализа — связь долговой нагрузки с уровнем коррупции в стране. Можно предположить, что в странах с высоким уровнем коррупции фирмы должны чаще прибегать к привлечению заемного финансирования (проще незащищенному собственнику потерять свою долю, чем кредитору лишиться своих

обязательств, поэтому ради защиты бизнеса от рейдерских захватов собственники будут выстраивать «кредитные барьеры» [14, 36]). Однако риск потери собственности в условиях слабой правовой защиты влияет на рациональность выбора (решения становятся более нерациональными, интуитивными), заставляет искать более изощренные схемы защиты, и наличие сильного кредитора рассматривается как дополнительный риск деятельности, поэтому можно предположить и такой вариант развития событий: собственники предпочтут отказаться от роста бизнеса, но не станут увеличивать долговую нагрузку.

Эмпирические сопоставления показывают, что в странах с превалированием крупных конгломератов (или холдингов), когда происходит сращивание промышленного и финансового секторов экономики (Япония, Южная Корея и др.), публичные компании демонстрируют более высокую долговую нагрузку, чем в странах с раздробленной структурой акционерного капитала, причем преобладают не облигационные займы, а связанные кредиты от аффилированных компаний и банков. В компаниях с «окопавшимися менеджерами» финансовый рычаг минимален, т.к. менеджмент предпочитает избавляться от внешнего контроля и обеспечивать рост активов за счет инвестирования денежных средств, сгенерированных внутри (фактически вольно распоряжаясь свободным денежным потоком (FCF)). Высокотехнологичные компании, интернет-компании практически не используют заемный капитал, при этом финансовый рычаг традиционно высок у капиталоемких организаций (машиностроение, нефтедобыча), которые имеют достаточное количество залоговых активов.

Велики различия и по использованию заемного капитала разной срочности и валюты. Например, публичные компании Индии предпочитают привлекать долгосрочные заемные средства, в сопоставлении со странами БРИК они демонстрируют минимальное использование краткосрочного долга. Китайские компании, наоборот, отдают предпочтение краткосрочному долгу и

в меньшей степени (в сравнении с компаниями других стран) используют долгосрочные кредиты и займы⁴. Наличие закладных активов позволяет промышленным компаниям привлекать больше долгосрочных кредитов и займов. Компании потребительского сектора отдают предпочтение краткосрочным заимствованиям, а ретейлеры часто активно задействуют товарную кредиторскую задолженность, что формально приводит к низким значениям финансового рычага.

Межстрановые сопоставления показывают, что в источниках заемного финансирования российских компаний преобладают банковские ссуды сроком до 2 лет, только крупные публичные компании могут привлекать облигационные займы сроком в 7–15 лет. В 2008 г. российские компании продемонстрировали резкое увеличение объемов привлеченного краткосрочного долга, который заменил часть долгосрочного долга. К концу 2010 г. краткосрочная долговая нагрузка вернулась на докризисный уровень, но долгосрочные кредиты и займы остаются выше докризисного уровня.

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ КОНСТРУКЦИИ, ОБЪЯСНЯЮЩИЕ ВЫБОР СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА

Основы теории структуры капитала были заложены еще в 1958 г. Франко Модильяни и Мертоном Миллером, которые на модельном уровне показали, как, с учетом факторов внешней среды (совершенный рынок и постепенное введение несовершенств), рыночная стоимость фирмы увязана с комбинацией собственных и заемных источников финансирования, которые различаются по риску и, соответственно, требуемой доходности.

Следующим шагом развития теории структуры капитала стали модель Модильяни — Миллера, учитывающая корпоративный налог (налог на прибыль), и модель Миллера, учитывающая налогообложение владельцев собственного и заемного капитала.

Особенность этих моделей учета налоговых несовершенств рынков (трений) — нереалистичные рекомендации относительно выбора финансового рычага (например, оптимальной считается структура, когда заемный капитал составляет 100%). обусловленные упрощенным представлением о функционировании финансового рынка и интересах, рисках участников. Прежде всего в этих моделях не учитываются затраты по организации привлечения заемных и собственных средств, а также прямые и косвенные издержки потери финансовой устойчивости при большой долговой нагрузке (когда и менеджмент, и контрагенты, и персонал начинают вести себя по особому, зачастую нерационально).

На эти издержки сделан акцент в компромиссной модели (Trade-off Theory)⁵, предложенной Бреннаном и Шварцем в 1978 г. Согласно компромиссному подходу, оптимальную структуру капитала находят в результате балансирования выгод экономии на налогах, обусловленной привлечением заемного капитала, и всех видов затрат, связанных с потерей платежеспособности (costs of financial distress)⁶, вероятность которых повышается с ростом доли заемного финансирования.

Рыночная стоимость фирмы, работающей на заемном капитале, в рамках компромиссного подхода превышает рыночную оценку «безрычаговой» фирмы, т.е. не использующей финансовый рычаг, на величину налоговой экономии за вычетом издержек банкротства:

⁴ Китайский рынок капитала крайне своеобразен, прежде всего для него характерна сегментированность. Торгуемые акции разделены на два класса. Акции класса А предназначены для инвесторов-резидентов, акции второго типа (В) доступны нерезидентам (иностранцам) и торгуются со скидкой по отношению к акциям типа А. Наблюдается высокая концентрация капитала, преобладание государственной собственности в публичных компаниях. Велики и налоговые различия по компаниям. Так, дивиденды, выплачиваемые компаниями с иностранным капиталом, не облагаются налогом, и выплата дивидендов иностранным инвесторам является наименее затратным способом получения выгод.

⁵ Имеется в виду компромисс между налоговыми выгодами заемного финансирования, когда компания процентными платежами снижает налогооблагаемую базу, и издержками, связанными с возможностью потерять финансовую устойчивость (когда будут уходить хорошие работники, поставщики и потребители, кредиторы будут отказывать в необходимых средствах, придется тратить на адвокатов, консультантов и т.п.).

⁶ Измерению издержек финансовой неустойчивости, а также анализу их значимости посвящен целый ряд работ (Оплер и Титман [33], Джильсон [17], Альтман [2]).

$$V_L = V_U + PVTS - PV(BC), \quad (1)$$

где V_L — рыночная стоимость фирмы, работающей на заемном капитале;
 V_U — рыночная стоимость «безрычаговой» фирмы;
 $PVTS$ — текущая (приведенная к текущему моменту) оценка выгод работы на заемном капитале (в рамках модели рассматриваются выгоды налоговой экономии);
 $PV(BC)$ или $PV(FD)$ — текущая оценка прямых и косвенных издержек потери финансовой устойчивости.

Компромиссная модель позволяет сформулировать ряд важных выводов и рекомендаций относительно структуры капитала.

1. Фирмам с волатильными доходами (выручкой, прибылью, денежными потоками и ценой акций) следует при прочих равных условиях использовать меньший финансовый рычаг.

2. Фирмам с высокими подразумеваемыми обязательствами (гарантии, обеспечение и т.п.), в том числе производителям товаров длительного пользования, не рекомендуется завышать финансовый рычаг.

3. Фирмам с ликвидными материальными активами (например, недвижимость, оборудование) доступен более высокий уровень долга по сравнению с фирмами, владеющими преимущественно нематериальными активами (патентами, правами и т.п.).

4. Фирмы с высокой долговой нагрузкой заинтересованы в большом финансовом рычаге, т.к. он позволяет им экономить на налоге.

Альтернативная компромиссной модели (она получила название Pecking Order of Financing — «порядок (иерархия) выбора источников финансирования»⁷) была предложена в 1974 г. Стюартом Майерсом. Акцент в модели сделан на влиянии асимметрии информации на выбор источников финансирования (когда внешние и внутренние инвесторы, включая кредиторов, менеджмент

компании, владеют разной информацией о возможностях генерирования денежных потоков).

Согласно теории Майерса, компании стремятся использовать в качестве источника финансирования в первую очередь нераспределенную прибыль, которая относится к внутренним источникам и из-за асимметрии информации оказывается дешевле, чем все внешние источники с учетом затрат на их привлечение. Что касается внешних источников, то компании прежде всего прибегают к заемному капиталу (облигациям и банковским ссудам), а затем к конвертируемым облигациям. Внешний собственный капитал (через размещение акций) занимает последнее место, поскольку рассматривается, с одной стороны, как самый дорогой источник, а с другой — как сигнал о переоцененности акций компании. Эмиссия акций, согласно теории Майерса, является для компании крайним средством, которое используется в исключительных случаях. Дальнейшее развитие теории порядка (иерархии) источников финансирования получила в сигнальных моделях.

Новое направление в теории финансов — поведенческие финансы — породило новое видение процесса выбора структуры капитала. Возникло понятие «динамическая структура капитала». К предлагаемым статической теорией структуры капитала фундаментальным факторам (внешняя среда, включая финансово-правовую систему и налоговые условия; показатели деятельности компании, позволяющие ей привлекать разные элементы капитала со своей доходностью) добавились психологические факторы (специфика принятия менеджерами и собственниками управленческих решений, включая их реакцию на настроения рыночных инвесторов).

В поведенческих финансах особый интерес у практиков вызывают две теоретические конструкции:

1) теория отслеживания рынка⁸ (Market Timing Theory) Бейкера и Вюрглера [3] и ее развитие в

⁷ Иногда можно встретить дословный перевод «Теория порядка клевания».

⁸ Термин «отслеживание рынка» (market timing) обозначает поведение фирм по отношению к собственным акциям: вывод их на рынок (эмитирование) в период высоких цен (выше справедливого уровня) и выкуп акций в период относительно низких цен. Иначе говоря, предполагается, что менеджеры активно используют временные отклонения в цене собственного капитала компании.

работе Джентера [25], сосредоточившегося на асимметрии информации (мнение топ-менеджмента компании относительно ее справедливой стоимости часто отличается от мнения рынка);

2) теория информационных каскадов (Informational Cascades Theory) Бихчандани, Хиршляйфера и Вэлча [4].

Традиционные теории структуры капитала не исключают возможности игры на отклонениях цен финансовых активов от справедливых уровней (которые формируются под влиянием фундаментальных рыночных факторов), но рассматривают такие действия как краткосрочные (предполагается, что после того, как фирма воспользовалась благоприятной ситуацией на рынке и отклонилась от оптимального соотношения долга и собственных средств, она изменит веса элементов капитала и вернется к оптимуму, диктуемому классическими конструкциями). Однако эмпирические исследования Бейкера и Вюрглера показали, что практика «отслеживания рынка» имеет сильное долгосрочное влияние на формирование структуры капитала.

В основе теории информационных каскадов лежит предпосылка о «стадном» поведении экономических агентов (когда вне зависимости от располагаемой информации в качестве оптимального для себя варианта агент выбирает повторение действий предшественников, которые оказались в подобной ситуации). «Стадное» поведение, согласно теории информационных каскадов, должно породить следующие наблюдаемые эффекты:

1) фирмы копируют структуру капитала компании — лидера отрасли;

2) преобладают известные (описанные, опробованные) методы обоснования структуры капитала.

Динамическая теория структуры капитала активно исследует вопросы изменения этой структуры во времени и приспособления фактической структуры капитала к оптимальным значениям. Вводится понятие «скорость приспособления», которая неодинакова не только у разных компаний, но и у одной компании в разные периоды времени. В качестве оптимума исследуется уже

не фиксированное значение долговой нагрузки, а *диапазон* (максимальное и минимальное значения заемных средств на протяжении определенного периода времени). По мнению ряда авторов, сильнее всего границы диапазона зависят от таких факторов, как кредитные ставки, доходность совокупных активов компании, возможные издержки, связанные с финансовыми затруднениями, и волатильность денежных потоков. Хакбарт [22] изучил влияние макроэкономических подвижек на скорость приспособления фактической структуры капитала к оптимальным диапазонам. Автору удалось показать, что приспособление быстрее происходит в периоды бума, а в периоды экономического спада оно замедляется.

В последние годы получило развитие еще одно интересное направление в рамках поведенческой экономики — теории структуры капитала, учитывающие личные характеристики (жизненный опыт, принадлежность к какой-либо политической партии) принимающих решения лиц (например, топ-менеджеров). Предполагается, что чрезмерно оптимистичные руководители компании, во-первых, выбирают более высокие уровни долговой нагрузки, во-вторых, более часто эмитируют новые долговые обязательства, в-третьих, склонны активно отслеживать рыночные возможности привлечения капитала (market timing). Оптимистичные и самоуверенные менеджеры переоценивают будущие денежные потоки и, как следствие, рассматривают внешнее финансирование, особенно выпуск акций, как весьма дорогой источник. Таким образом, они предпочитают внутреннее финансирование внешнему (не ориентированы на эмиссию акций), и финансирование за счет долга для них предпочтительнее увеличения внешнего акционерного капитала. Эмпирическое тестирование Малмейдера и Тейта [27] показало, что для покрытия \$1 финансового дефицита оптимистичный менеджер привлекает на 33% больше заемных средств, чем рациональный руководитель.

Все эти особенности поведения в совокупности формируют структуру капитала компании. Еще одним примером эмпирической проверки

этой теории является работа де Кампос Барроса и да Сильвейры [8], изучивших данные по бразильскому рынку. Как различать менеджеров по степени оптимизма и самоуверенности? Авторы используют следующие «индикаторы» (признаки) оптимизма:

- менеджер является основателем фирмы (не наемный работник);

- наличие акций у менеджера.

Малмейдер и Тейт в ряде своих работ [27–29] используют в качестве признаков оптимизма:

- исполнение опционов позже оптимальной даты;

- увеличение доли акций на руках;

- упоминания о руководителе в бизнес-прессе (The Wall Street Journal, The New York Times, Business Week, Financial Times, The Economist), содержащие следующие характеристики: «уверенный», «оптимистичный» вместо слов «надежный», «осторожный», «практичный», «прагматичный»;

- наличие военного опыта (служба в армии) — служившие в армии, по мнению авторов, применяют более агрессивные стратегии, характеризующиеся более высоким уровнем финансового рычага.

В одном из исследований было показано, что принадлежность руководителя к той или иной политической партии может оказать влияние на решения о выборе структуры капитала (руководители-республиканцы характеризуются более консервативной финансовой политикой, т.е. привлекают меньше заемных средств по сравнению с демократами). Странники психологической теории доказывают, что уверенные в себе управленцы действительно способны увеличить рыночную стоимость бизнеса, т.к. более высокий уровень кредитов и займов сдерживает неэффективные решения, например, финансирование сомнительных проектов [21].

ЭМПИРИЧЕСКИЕ ТЕСТЫ ТЕОРИИ КОМПРОМИССА И ТЕОРИИ ИЕРАРХИИ

Традиционная проверка теорий предусматривает построение регрессионных зависимостей финансового рычага от ряда факторов, которые могут объяснить выбор компаний. В качестве анализируемого показателя финансового рычага используются как рыночные, так и балансовые отношения долга компании (либо величина только долгосрочных займов, либо, что более характерно для развивающихся рынков капитала, сумма краткосрочных и долгосрочных займов) к оценке совокупных активов или отношения долга к оценке собственного капитала.

Остается еще один вопрос: какие оценки использовать для фиксации финансового рычага — рыночные или балансовые?

Странники использования рыночных пропорций (к примеру, Бут) отмечают, что рыночная оценка учитывает ожидания инвесторов и служит более точным ориентиром для принятия финансовых решений. Однако существуют примеры использования и балансовых оценок (см. Фама и Френч [13]). Ключевыми объясняющими переменными в компромиссной модели выступают выгоды от налогового щита (как показатель, по которому различаются компании, может быть использована ставка налога на прибыль⁹) и издержки, возникающие при попадании компании в финансовые затруднения (невозможность расплатиться с кредиторами). Обычно издержки отражаются в эмпирических исследованиях как доля от рыночной стоимости компании (например, 20% или 40% стоимости, которая теряется при попадании компании в ситуацию финансовых затруднений¹⁰). Традиционно выделяют прямые (или измеряемые явным образом) издержки и косвенные (которые

⁹ В двух работах Грэма [18, 19] показано, что компании с высокими ставками налога на прибыль выбирают большую долговую нагрузку. Количественная оценка вклада налоговой экономии в стоимость компании составляет 4,3% от рыночной стоимости в случае наличия только корпоративного налога на прибыль (без учета персональных налогов держателей финансовых активов).

¹⁰ По оценке Альмана [2] издержки финансовой неустойчивости достигают 20% от стоимости фирмы до попадания в саму ситуацию финансовой неустойчивости, в среднем величина издержек находится в диапазоне от 11% до 17%.

часто распознаются через прокси-переменные)¹¹. В работе Уорнера [38] показано, что прямые издержки ниже для крупных компаний, следовательно, оптимальная долговая нагрузка для таких компаний может быть выше.

Конкурирующие теории структуры капитала сопоставлены через эконометрические построения в ряде работ¹². В пользу теории иерархии источников финансирования свидетельствуют исследования, где показано, что существует обратная (отрицательная) зависимость между финансовым рычагом и операционной эффективностью компании (например, фиксируемой по показателям *ROC*, *ROE*)¹³, а также размером компании¹⁴ и прямая (положительная) зависимость между финансовым рычагом и инвестиционными возможностями¹⁵, объемами планируемых инвестиций, выплатами дивидендов (т.е. оттоками денежных средств по инвестиционным или финансовым решениям). Также в пользу теории иерархии свидетельствуют любые редкие действия, осуществляемые компаниями с акциями (например, эмиссия, выкуп).

Теория компромисса, напротив, утверждает, что при формировании структуры капитала более эффективные компании¹⁶ будут чаще использовать долговое финансирование, т.к. это поможет им увеличить выгоды, получаемые от экономики на налоге на прибыль. Иначе, чем теория иерархии, компромиссная теория трактует влияние

размера и инвестиционных возможностей на финансовый рычаг: чем больше размер компании, тем выше долговая нагрузка (т.к. большие компании более устойчивы, заемное финансирование для них доступнее и условия лучше, им дешевле обходится урегулирование вопросов с кредиторами); чем больше инвестиционных возможностей¹⁷, тем меньше компании используют долг.

Компромиссная теория подтверждает значимость величины налоговой ставки как параметра, объясняющего различия финансового рычага отдельных компаний: чем выше налоговая ставка¹⁸, тем выше используемый компаниями финансовый рычаг. Однако ряд исследователей, к примеру, Бут и его коллеги, отмечают, что эффективная ставка налога может быть плохой прокси-переменной для налоговых выгод ввиду использования компаниями разнообразных схем налоговой оптимизации, тогда зависимость финансового рычага от выгод заемного капитала теряется. Поэтому в эмпирических исследованиях можно встретить альтернативы диагностирования налоговых выгод, например, величину недолговых налоговых щитов — амортизацию (авторы исходят из того, что вычеты, уменьшающие налогооблагаемую прибыль, являются субститутами для налоговых выгод долгового финансирования). Компромиссная теория предполагает, что компании с разнообразными высокими вычетами, уменьшающими налоговую базу, будут использовать долговое

¹¹ В работе Оплера и Титмана [33] обоснована значительная величина неявных издержек.

¹² Например, работа Шиям-Сандер и Майерса [35], ряд статей в электронном журнале «Корпоративные финансы» посвящены тестированию теоретических конструкций как для российского рынка, так и для стран БРИК и отдельных отраслей.

¹³ Согласно теории иерархии, более эффективные компании (высокая отдача по активам, маржа прибыли) имеют больше собственных средств для развития и реже прибегают к использованию заемных денежных ресурсов.

¹⁴ Размер фирмы в исследованиях задается либо в виде натурального логарифма величины совокупных активов компании [10, 13], либо как натуральный логарифм величины продаж (выручки). Каждая из этих объясняющих переменных имеет свои достоинства и недостатки. Так, использование логарифма выручки целесообразно для компаний с высокой долей нематериальных активов. В то же время сторонники использования логарифма совокупных активов утверждают, что данная величина позволяет учесть риск компании. Например, Фама и Френч доказывают, что крупные компании в большей степени диверсифицируют активы, наличие материальных активов (здания, оборудование, запасы) снижает риски кредитора, поскольку такие активы выступают в качестве залогового обеспечения при получении кредита.

¹⁵ Отношение рыночной стоимости компании к балансовой стоимости ее совокупных активов или доля нематериальных активов компании в совокупных активах (предполагается, что перспективы роста основаны на нематериальных активах компании).

¹⁶ В качестве переменной, характеризующей эффективность использования активов, может выступать отношение прибыли до уплаты процентов и налогов (ЕБИТ) к совокупным активам.

¹⁷ Компании с потенциально большими возможностями роста (оценивают по темпу роста продаж за последние несколько лет) работают с небольшим финансовым рычагом по причине того, что стоимость долга для них слишком высока. Индикаторами потенциального роста в эмпирических исследованиях выступают *Q* (коэффициент Тобина (отношение рыночной стоимости фирмы к балансовой)) или коэффициент *P/E* (рыночная оценка кратная чистой прибыли). Заметим, что упомянутые оценки потенциала роста строятся на рыночных котировках компании, которые зависят от волатильности фондового рынка, что сильно осложняет их использование в регрессионных моделях.

¹⁸ В ряде работ доказывается необходимость использовать эффективную ставку, а не номинальную фискальную.

финансирование в меньшей степени. Однако, по мнению Брэдди, Джаррела и Кима [6], и эта объясняющая переменная имеет недостатки: большую величину амортизации имеют, как правило, фирмы с высокой долей материальных активов, для которых уровень оптимального долга объективно выше.

Рассмотрим несколько работ, в которых сопоставлены альтернативные теории объяснения выбора структуры капитала. Фама и Френч в исследовании 2002 г. на данных более 3 тыс. американских компаний за период с 1965 г. по 1999 г. осуществили эмпирическую проверку двух конкурирующих теорий: иерархии и компромисса. Полученные результаты частично подтверждали и ту, и другую теорию. Главным свидетельством несостоятельности теории иерархии источников финансирования выступает факт, что компании с низким уровнем заемных средств в качестве источника финансирования чаще предпочитают эмиссию акций. Аналогичным свидетельством в отношении теории компромисса является наличие отрицательной зависимости между показателем доходности активов компании и величиной финансового рычага. Авторы отмечают, что при наличии у компании целевого уровня долга среднегодовая корректировка фактического значения финансового рычага в сторону целевого значения составляет порядка 11%. Следующая работа Фамы и Френча [12] полностью посвящена тестированию теории иерархии источников финансирования для большей выборки компаний американского рынка (2951 компания на отрезке 1973–1982 гг. и 4417 компаний на отрезке 1993–2002 гг.). Авторы исходили из предположения, что в среднем американские компании редко выпускают и выкупают акции. Эту гипотезу подтвердить не удалось, и теория иерархии не получила эмпирического подтверждения.

Исследователи пытались тестировать конкурирующие теории и на других рынках капитала, например, развивающихся. Так, в работе Тонга и Грина [37] на примере 50 крупнейших китайских компаний (период 2001–2003 гг.) показана

приемлемость теории иерархии источников в объяснении выбора финансового рычага. Авторы получили отрицательную зависимость долга от доходности совокупных активов и положительную зависимость финансового рычага от величины выплаченных дивидендов, что свидетельствует в пользу теории иерархии. Еще одно подтверждение состоятельности теории иерархии — работа Чена [7]. В ней показано, что основные факторы в рамках теории компромисса, которые определяют выбор финансового рычага, — уровень операционного риска и показатель налогового щита — оказываются незначимыми для большой выборки китайских компаний. Чен даже предложил для китайских компаний «новую теорию иерархии источников финансирования», согласно которой компании в качестве источника финансирования в первую очередь используют нераспределенную прибыль, затем эмиссию акций и в последнюю очередь — долговые ценные бумаги. Теория Чена находит подтверждение в работе Марсдена и соавторов [31], в которой учитывается такая особенность китайского рынка, как наличие большого количества неторгуемых акций.

Делькур [10], исследуя компании из Словакии, Чехии, Польши и России, также предположила, что эти организации следуют «новой теории иерархии источников финансирования». Автор считает, что менеджмент исследуемых компаний воспринимает акции в качестве «бесплатного» источника финансирования. На решение предпочесть в качестве источника собственный капитал заемному оказывают влияние следующие факторы: ограничения банковской системы, корпоративное законодательство, ликвидность рынков облигаций и акций и структура корпоративного управления компаний.

Также интересно исследование Ховакимяна и Ли [23] по динамической теории структуры капитала. На выборке компаний с оборотом более \$1 млн (132 665 наблюдений на отрезке с 1970 г. по 2007 г.) авторы протестировали динамическую компромиссную теорию и теорию иерархии,

используя метод регрессионного анализа. Авторы анализировали зависимость финансового рычага фирмы от ряда факторов (размер компании, доля материальных активов, затраты на НИОКР, прибыльность, величина амортизации, отношение рыночной стоимости к балансовой) и пришли к выводу, что приблизить фактическую структуру капитала к целевому значению — не приоритетная цель фирмы. Среднее время приспособления текущей структуры капитала к оптимуму по исследуемой выборке — более 10 лет. Авторы не нашли доказательств, в полной мере подтверждающих справедливость теории иерархии, как, впрочем, и динамической компромиссной теории.

ПРОМЕЖУТОЧНЫЕ ВЫВОДЫ

Инвесторам и аналитикам, сопоставляющим структуру капитала разных компаний (по странам, по отраслям или бизнес-моделям), следует иметь в виду, что на выбор этой структуры влияют как макроэкономические и институциональные факторы (ожидаемая инфляция, спрос и предложение денег на рынке, ставки по заемному капиталу

(ставки заимствования для государства, для заемщиков разного кредитного рейтинга), возможности диверсификации капитала, уровень защиты собственности и премия за риск по собственному капиталу), так и факторы отраслевого риска (структура активов, их ликвидность, устойчивость в цене при колебаниях рынка, стабильность спроса на продукцию и услуги компании, структура издержек). На выбор влияют также специфические характеристики компании: размер, продуктовая и географическая диверсификация, структура акционерного капитала, жизненный опыт и психологические особенности топ-менеджеров и генерального директора (самоуверенность и оптимизм или консерватизм, следование складывающимся на рынке тенденциям по работе с кредиторами). Эффективная финансовая политика компании предполагает, что у менеджмента есть представление об оптимальном диапазоне финансового рычага, который позволял бы в благоприятные периоды увеличивать тот или иной элемент капитала (например, привлекать внешний собственный капитал), способствовал бы реализации крупных проектов, наличию постоянного запаса займовой мощности.

ЛИТЕРАТУРА

1. Рудык Н.Б. Структура капитала корпораций. Теория и практика. — М.: Дело, 2004.
2. Altman E. (1984). «A further empirical investigation of the bankruptcy cost question». *The Journal of Finance*, Vol. 39(4), pp. 1067–1089.
3. Baker M., Wurgler J. (2002). «Market timing and capital structure». *The Journal of Finance*, Vol. 57(1), pp. 1–32.
4. Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. (1998). «Learning from the behavior of others: conformity, fads and informational cascades». *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 12(3), pp. 151–170.
5. Booth L. et al (2001). «Capital structures in developing countries». *The Journal of Finance*, Vol. 56(1), pp. 87–130.
6. Bradley M., Jarrel G., Kim E. (1984). «On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence». *The Journal of Finance*, Vol. 39(3), pp. 857–878.
7. Chen J. (2004). «Determinants of capital structure of Chinese-listed companies». *Journal of Business Research*, Vol. 57, pp. 1341–1351.
8. De Campos Barros L., da Silveira A. (2007). *Overconfidence, Managerial Optimism and the Determinants of Capital Structure*. — <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2008-athens/Barros.pdf>.
9. De Jong A., Kabir R., Nguyen T.T. (2008). «Capital structure around the world: the roles of firm- and country-specific determinants». *Journal of Banking and Finance*, Vol. 32(9), pp. 1954–1969.
10. Delcours N. (2007). «The determinants of capital structure in transitional economies». *International Review of Economics and Finance*, Vol. 16(3), pp. 400–415.
11. De Miguel A., Pindado J. (2001). «Determinants of capital structure: new evidence from Spanish panel data». *Journal of Corporate Finance*, Vol. 7(1), pp. 77–99.
12. Fama E., French K. (2005). «Financing decisions: who issues stock?». *Journal of Financial Economics*, Vol. 76(3), pp. 549–582.

13. Fama E., French K. (2002). «Testing trade-off and pecking-order predictions about dividends and debt». *The Review of Financial Studies*, Vol. 15(1), pp. 1–33.
14. Fan J.P.H., Titman S., Twite G.J. (2012). «An international comparison of capital structure and debt maturity choices». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 47(1), pp. 23–56.
15. Fischer E., Heinkel R., Zechner J. (1989). «Dynamic capital structure choice: theory and tests». *The Journal of Finance*, Vol. 44(1), pp. 19–40.
16. Frank M., Goyal V. (2009). «Capital structure decisions: which factors are reliably important?» *Financial Management*, Vol. 38(1), pp. 1–37.
17. Gilson S.C. (1997). «Transactions costs and capital structure choice: evidence from financially distressed firms». *The Journal of Finance*, Vol. 52(1), pp. 161–196.
18. Graham J. (1996). «Debt and the marginal tax rate». *Journal of Financial Economics*, Vol. 41(1), pp. 41–73.
19. Graham J. (2000). «How big are the tax benefits of debt?» *The Journal of Finance*, Vol. 55(5), pp. 1901–1941.
20. Graham J., Harvey C. (2001). «The theory and practice of corporate finance: evidence from the field». *Journal of Financial Economics*, Vol. 60(2–3), pp. 187–243.
21. Hackbarth D. (2008). «Managerial traits and capital structure decisions». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 43(4), pp. 843–882.
22. Hackbarth D., Miao J., Morellec E. (2006). «Capital structure, credit risk and macroeconomic conditions». *Journal of Financial Economics*, Vol. 82, pp. 519–550.
23. Hovakimian A., Li G. (2011). «In search of conclusive evidence: how to test for adjustment to target capital structure». *Journal of Corporate Finance*, Vol. 17(1), pp. 33–44.
24. Ivanov I. (2010). «Capital structure determinants of russian public companies». *eJournal of Corporate Finance*, Vol. 1(13), pp. 5–38. — <http://ecsocman.hse.ru/mags/en/cfjournal/2010--1%20%2813%29/26561393.html>.
25. Jenter D. (2005). «Market timing and managerial portfolio decisions». *The Journal of Finance*, Vol. 60(4), pp. 1903–1949.
26. Kalemni-Ozkan S., Sorensen B., Yesiltas S. (2012). «Leverage across firms, banks and countries». *Journal of International Economics*, Vol. 88(2), pp. 284–298.
27. Malmendier U., Tate G. (2005). «CEO overconfidence and corporate investment». *The Journal of Finance*, Vol. 60(6), pp. 2661–2700.
28. Malmendier U., Tate G. (2005). «Does overconfidence affect corporate investment? CEO overconfidence measures revisited». *European Financial Management*, Vol. 11(5), pp. 649–659.
29. Malmendier U., Tate G. (2008). «Who makes acquisitions? CEO overconfidence and the market's reaction». *Journal of Financial Economics*, Vol. 89(1), pp. 20–43.
30. Malmendier U., Tate A.G., Yan J. (2011). «Overconfidence and early-life experiences: the impact of managerial traits on corporate financial policies». *The Journal of Finance*, Vol. 66(5), pp. 1687–1733.
31. Marsden A. et al (2005). *The Relationship between Debt and Nontradable Shares in China*. — <http://www.efmaefm.org/0EFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2007-Vienna/Papers/0403.pdf>.
32. Mitton T. (2008). «Why have debt ratios increased for firms in emerging markets?» *European Financial Management*, Vol. 14(1), pp. 127–151.
33. Opler T.C., Titman S. (1994). «Financial distress and corporate performance». *The Journal of Finance*, Vol. 49(3), pp. 1015–1040.
34. Rajan R., Zingales L. (1995). «What do we know about capital structure? Some evidence from international data». *The Journal of Finance*, Vol. 50(5), pp. 1421–1460.
35. Shyam-Sunder L., Myers S.C. (1999). *Testing Static Trade-Off Against Pecking Order Models of Capital Structure*. — http://people.stern.nyu.edu/eofek/PhD/papers/SM_Testing_JFE.pdf.
36. Sidlauskiene S., Tran C. (2009). *Determinants of Capital Structure: Evidence from the Emerging Market — the Case of the Baltic Region*. — <http://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=1437668&fileId=2435519>.
37. Tong G., Green C.J. (2005). «Pecking order or trade-off hypothesis? Evidence on the capital structure of Chinese companies». *Applied Economics*, Vol. 37(19), pp. 2179–2189.
38. Warner J. (1977). «Bankruptcy costs: some evidence». *The Journal of Finance*, Vol. 32(2), pp. 366–368.

